



韩 永

hanyong@csc.com.cn

(021) 64450038-718

近看规模扩张，远看资源和管理

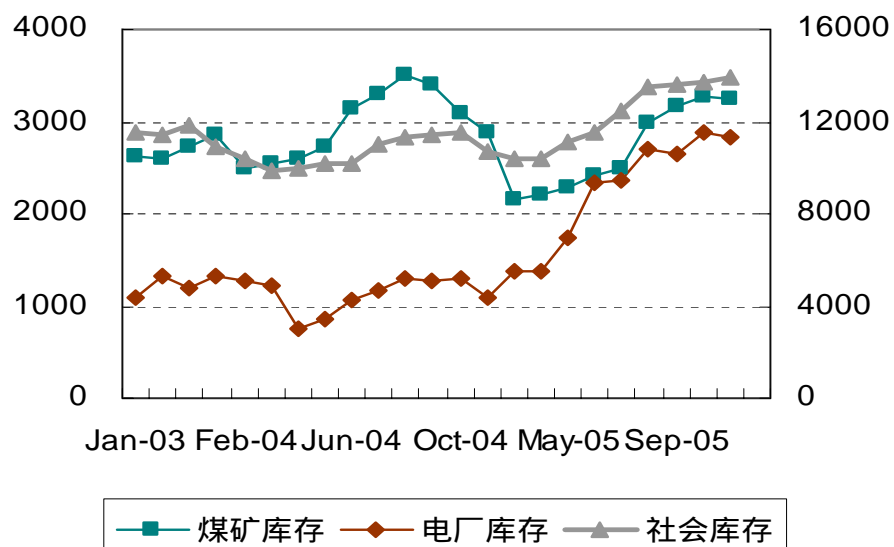
——2006年煤炭投资策略

主要观点

- 预计06年上半年煤炭股有阶段性机会，下半年应该回避风险
- 近期内看选择有产能扩张的公司：兰花科创、国阳新能、西山煤电和神火股份；长期看选择资源储量丰富和管理水平高的公司：兖州煤业
- 关注唯一的煤炭装备公司：天地科技

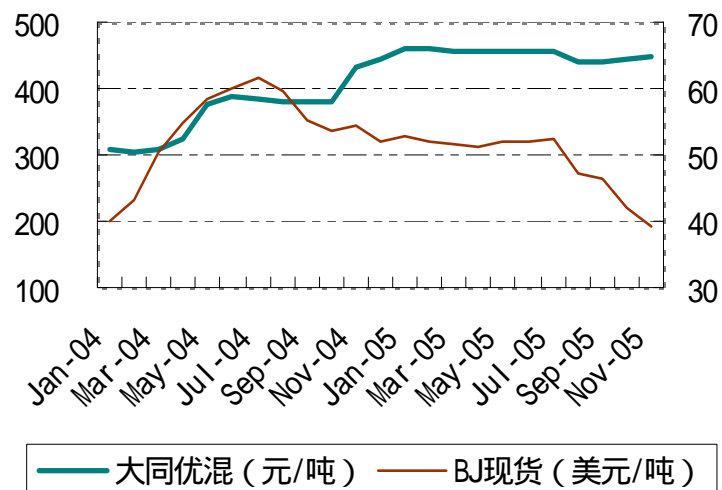
煤炭库存在持续增长，煤价出现波动

图一 煤炭库存数据增长(万吨)



资料来源:中国煤炭市场网

图二 国内外煤价走势



06年煤炭行业保持脆弱平衡

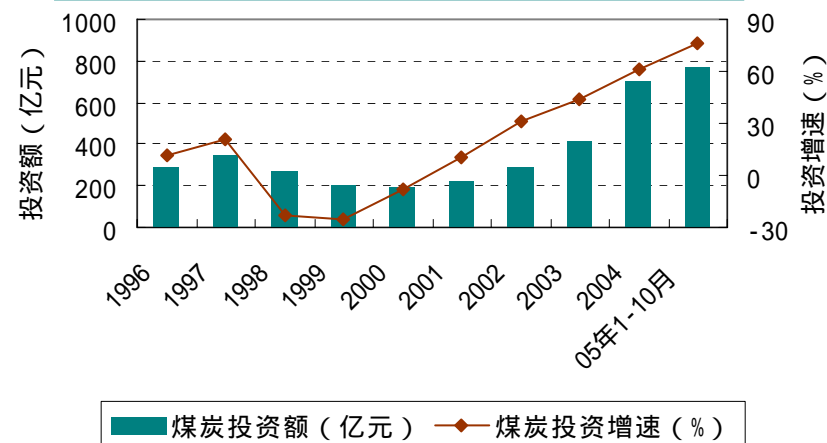
➤06年煤炭需求增长1.3亿吨左右：

- 火力发电量大约增长10%，增加煤炭需求量大约1亿吨。
- 钢铁业增速放缓，对煤炭的需求增长2000万吨。
- 建材和化工等行业的需求增长，估计在1000万吨左右。

➤06年煤炭供给增加大约1.36亿吨：

- 03年04年的固定资产投资414、702亿元，大约可以形成1.86亿吨产能。
- 关停小煤矿减少产能0.6亿吨
- 净出口减少增加供给0.1亿吨。

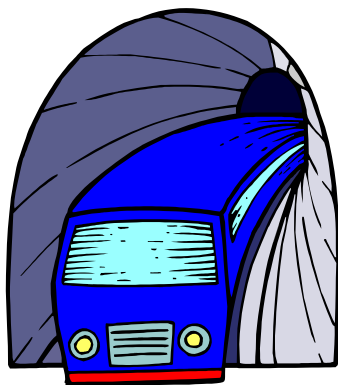
图三 煤炭固定资产投资快速增长



图四 06年轻度供过于求



06年运输条件继续改善，增加了有效供给



➤ 铁路：2005年全国铁路煤炭运量达到12.85亿吨，比上年增加1.17亿吨，增长10%；2006年全国铁路安排增加货运量1.2亿吨，其中煤炭增加8000万吨，达到13.65亿吨。



➤ 港口：05年全国江海主要港口完成煤炭发运量3.72亿吨，同比增长10%；其中，内贸煤炭完成3.0亿吨，增长19%；外贸出口煤炭完成7200万吨，下降18%。06年交通部将重点建设秦皇岛、天津、日照、唐山等港口的煤炭装卸泊位，新增吞吐能力1.35亿吨；

预计06年煤价小幅下调

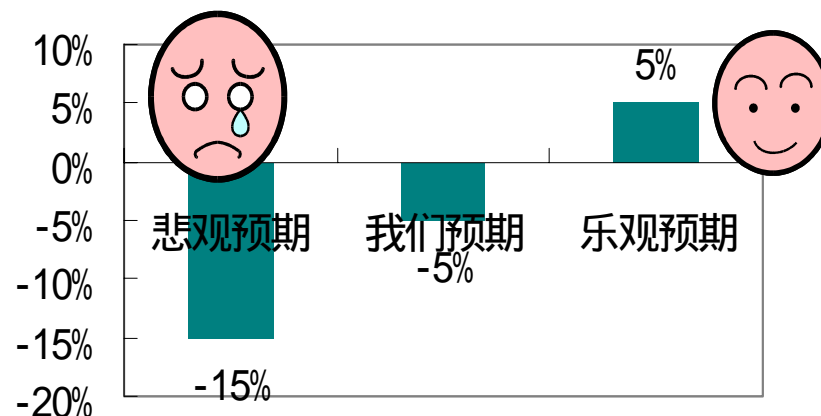
➤悲观估计降幅15%；若安全监管力度加强乐观估计上涨5%。我们预期06年煤价下调5%左右。

➤动力煤：电力行业用煤较为平稳，计划内外电煤并轨，总体会有小幅上涨

➤冶金煤：钢铁业发展放缓，面临整合，05年4季度限产5%。焦炭行业亏损，下调压力较大

➤无烟煤：用途包括电力、钢铁、化工等行业，总体保持平稳

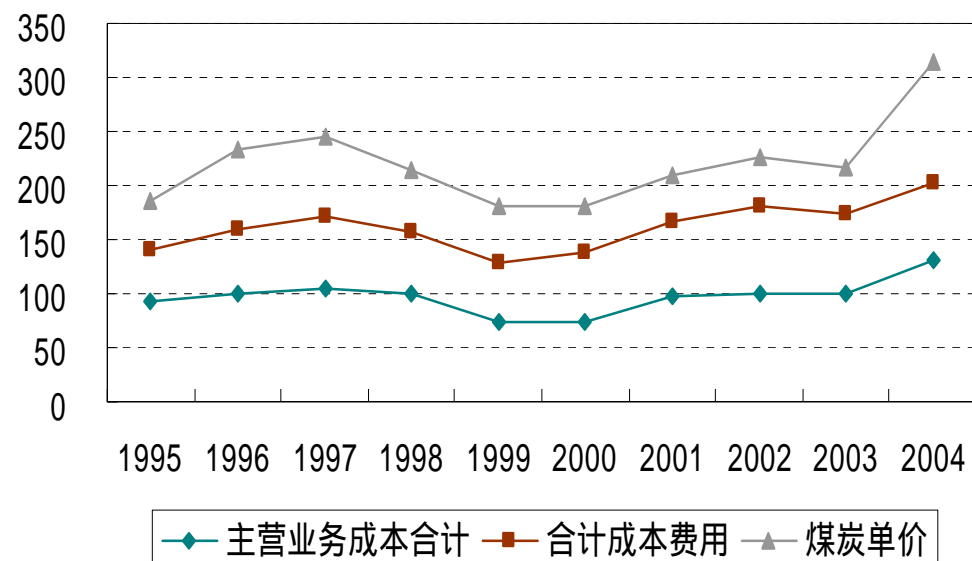
图五 06年煤炭价格变动估计



安全、环境治理费用可能上升

- 06年煤炭成本将保持基本稳定，历史数据显示煤炭成本与煤价走势基本相同
- 安全费用上升可能推高吨煤生产成本，平均提高5~10元左右
- 环境治理费可能逐步纳入煤炭企业成本核算体系，提高5元左右。

图六 煤价和成本变化趋势相同(充煤)



影响06年煤炭供需关系的不确定因素

但煤炭供需平衡还是非常脆弱的，有许多不确定因素：

- 一是在建煤矿的规模和投产速度
- 二是小煤矿的关停整顿力度
- 三是2006年气候状况以及水力发电量的增长。

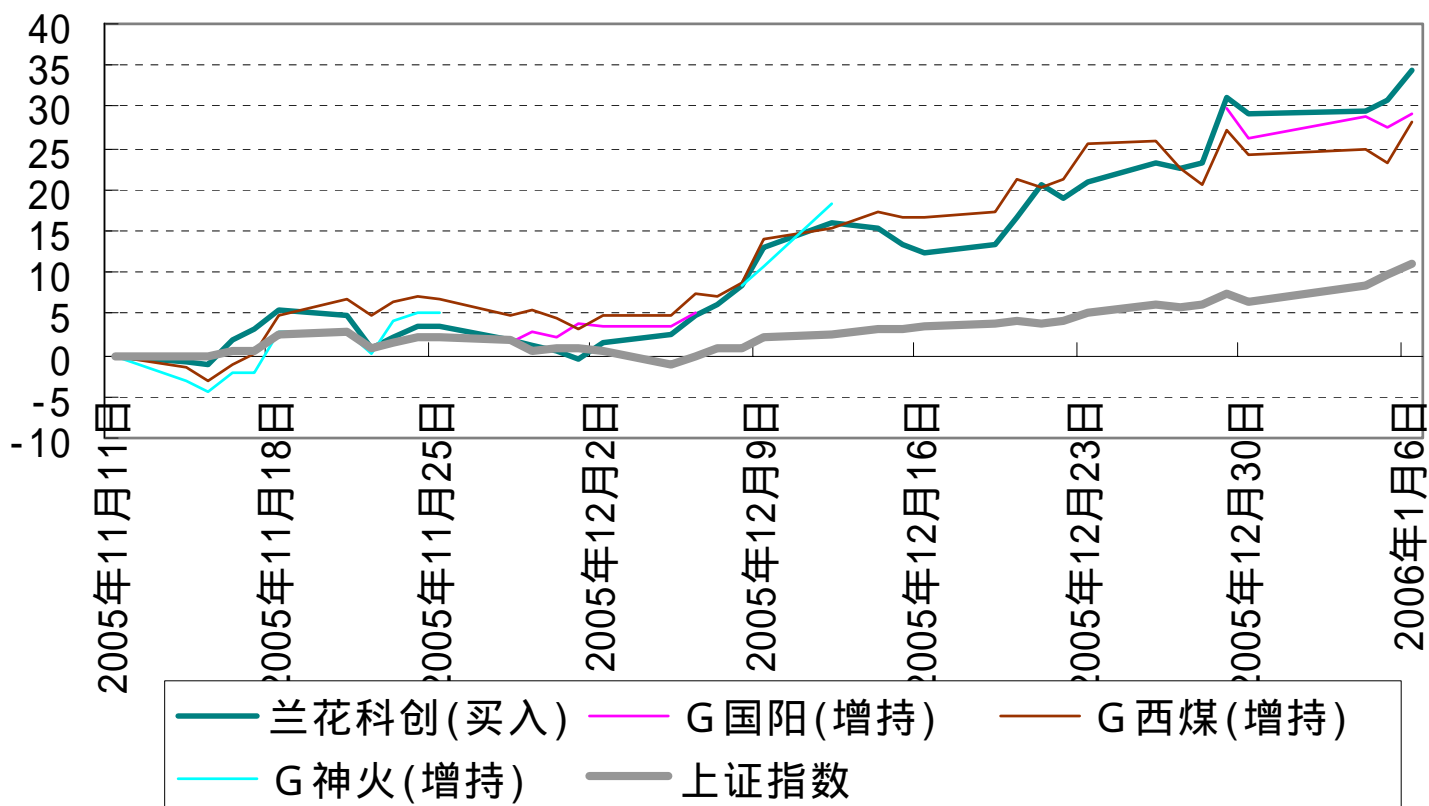
06年煤炭市场前紧后松，下半年不乐观

- 2006上半年形势不错：受到煤炭安全治理等因素的影响，煤炭供求仍然会相对紧张，价格可能仍会相对小幅反弹，煤炭上市公司具有阶段性的投资机会；
- 下半年形势不容乐观：煤矿安全秩序好转，煤矿生产逐步恢复，同时2003年以来煤矿投资逐步见效产能开始释放（据发改委数据，05.4我国煤矿核定能力22.6亿吨；在建项目1310个，设计能力64051万吨），因此煤炭供给量会有显著增加，煤炭价格出现一定回落的概率比较大，需要注意投资风险。

06年煤炭股投资选择

- 从近期06年业绩增长角度，选择有产能扩张和销售利润率高的公司：兰花科创、西山煤电、国阳新能和神火股份
- 从长远发展角度，选择煤炭资源储备丰富，以及具有较好的内部管理和成本控制力的上市公司：兖州煤业
- 上游煤炭装备公司：天地科技

回顾：近期煤炭股评级及与大盘走势对比



煤炭公司净利率、毛利率比较

No.	股票代码	组合名称	销售净利率 (Q3Y05)%	煤炭毛利率 (Q3Y05)%
1	000933	神火股份	31.34	56.06
2	600123	兰花科创	26.2	72.15
3	600188	兖州煤业	21.86	47.04
4	000937	G 金牛	19.64	51.95
5	000983	G 西煤	18.45	40.32
6	600971	恒源煤电	17.88	37.6
7	600997	开滦股份	15.65	50.25
8	600121	G 郑煤电	12.8	44.85
9	600508	上海能源	11.65	38.29
10	000968	煤气化	8.49	46.66
11	600348	国阳新能	8.15	29.51
12	600395	盘江股份	3.22	15.8

上市公司规模增长

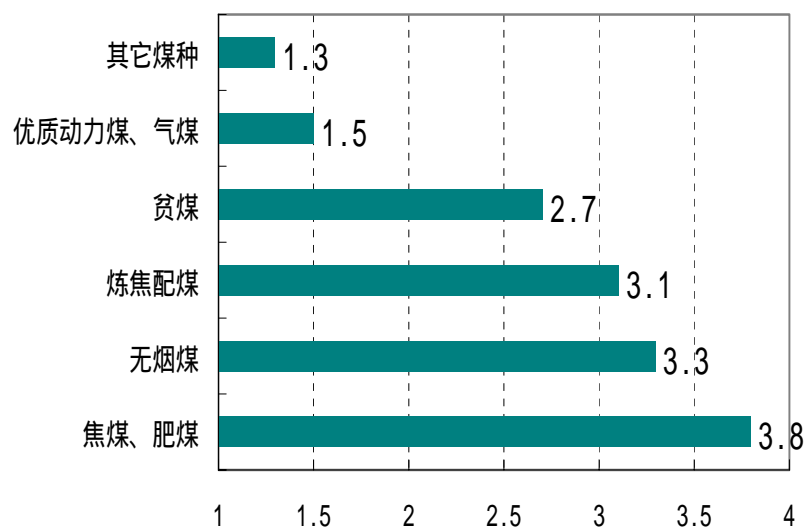
	04 年产量 (万吨)	05 年产量 (万吨)	06 年产量 (万吨)	06 年产量 增长率
国阳新能	1285	1350	2200	62.96%
兰花科创	407	436	673	54.36%
G 西 煤	1283	1295	1850	42.86%
神火股份	336	345	435	26.09%
兖州煤业	3915	3450	3790	9.86%
恒源煤电	226	336	360	7.14%
开滦股份	688	691	740	7.09%
G 郑煤电	566	480	500	4.17%
G 金 牛	733	770	790	2.60%
上海能源	719	719	719	0.00%

上市公司业绩对煤价的敏感性分析

	05 年 EPS	不同煤价变动幅度下 06 年 EPS					06 年动态 P/E
		5%	0%	-5%	-10%	-15%	
兰花科创	1.28	1.94	1.79	1.64	1.5	1.35	5.57
G 神火	0.99	1.24	1.14	1.03	0.92	0.82	6.48
G 国阳	1.25	2.01	1.77	1.54	1.3	1.06	6.43
G 西 煤	0.82	1.21	1.02	0.84	0.65	0.47	6.73
开滦股份	0.81	0.86	0.76	0.66	0.57	0.47	7.84
G 金 牛	0.78	0.85	0.75	0.64	0.53	0.43	8.00
上海能源	1.11	1.14	1	0.86	0.71	0.57	9.11
兖州煤业	0.58	0.63	0.57	0.52	0.47	0.42	9.42
恒源煤电	1.03	1.23	1.03	0.84	0.64	0.45	9.77
G 郑煤电	0.25	0.25	0.22	0.2	0.18	0.15	14.55

煤炭上市公司资源比较

山西采矿权收标准(元/吨)



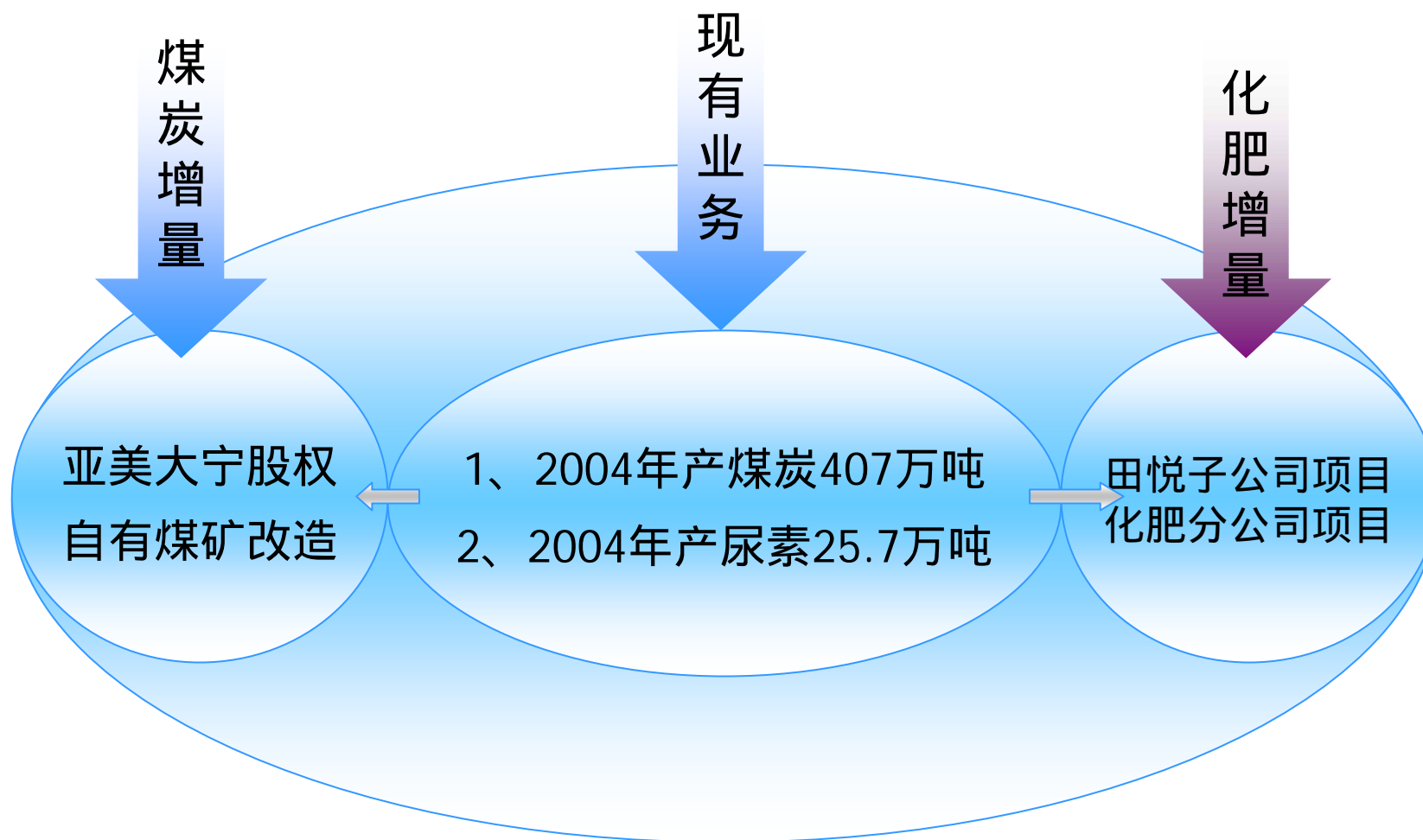
	可采储量 (万吨)	吨煤价 值(元)	资源价值 (万元)	每股资 源价值	04年产量 (万吨)	可开采 年限
兰花科创	68,700	3.3	226,710	6.11	407	135
西山煤电	143,000	3.8	543,400	4.48	1283	89
上海能源	57,653	1.78	102,622	2.56	719	64
国阳新能	102,656	3.3	338,765	7.04	1285	64
开滦股份	47,033	3.8	178,725	3.66	688	55
兖州煤业	200,400	1.78	356,712	0.73	3915	41
金牛能源	28,074	3.1	87,029	1.11	733	31
恒源煤电	8,199	2.7	22,137	1.18	226	29
盘江股份	21,391	3.8	81,286	2.19	603	28
神火股份	10,159	3.3	33,525	0.67	336	24
郑州煤电	13,302	2.7	35,915	0.44	566	19

资料来源：中信建投证券研究所整理

股权分置改革：送股比例回升

公司	初始方案	最终方案	承诺禁售期(月)	最低出售价格(元)	承诺分红比例
金牛能源	2.5	2.5	24	8.71	
郑州煤电	3.3	3.8	24	4.6	
西山煤电	2.6	2.8	2010 年底		3 年内不低于 50%
煤气化	2.6	3	24	6.8	
国阳新能	2.5	3	36		3 年内不低于 50%
开滦股份	2.9	3.3	24		3 年内不低于 40%
上海能源	2.4	3	36		
恒源煤电	2.57	3.03	36	15	
神火股份	3	3	36		3 年内不低于 30%
兰花科创	2.8				

兰花科创：煤、化肥并进



兰花科创：增长形势明朗

	2005	2006	2007
自有煤炭业务			
煤炭销量（万吨）	420	544	588
国内煤价（元/吨）	300	290	275
单位销售成本	85	100	105
亚美大宁煤矿			
产量（万吨）	100	300	500
吨煤净利	0	93	84
投资收益（万元）	0	10044	15066
尿素业务			
销量（万吨）	35	45	60
单价（元/吨）	1600	1550	1550
单位成本（元/吨）	1,250	1,200	1,150
业绩预测结果			
EPS	1.27	1.69	1.83

收购故事：国阳新能和西山煤电

- 国阳新能和西山煤电都具备了启动收购集团公司煤矿进程的基本条件：
 - 1、两家公司都已经完成股权分置改革
 - 2、山西省六家煤炭公司的债转股谈判已经于05年12月11日完成
- 可能国阳新能的收购进程会更快一些，西山煤电还要重新注册成立西山煤电集团公司

国阳新能收购潜在目标

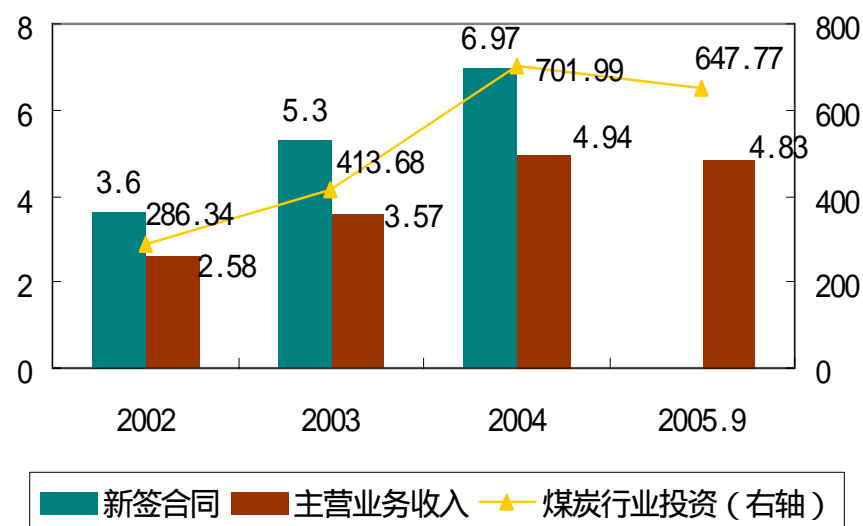
上市公司煤矿	可采储量 (亿吨)	核定能力 (万吨)	备注
一矿	6.13	650	
二矿	4.29	720	
小计		1370	
母公司现有煤矿	可采储量 (亿吨)	核定能力 (万吨)	备注
三矿	1.05	470	
五矿	4.63	470	
新景矿	1.6	580	
开元矿	地质储量 3.9 亿吨	140	
小计		1660	
母公司在建煤矿	可采储量 (亿吨)	设计能力 (万吨)	备注
小石港矿	地质储量 1.13 亿吨	150	华能、阳煤和左权县国资局合作，06 年投产
大石港矿		600	
新元矿		300	2006 年投产
昔阳寺家庄矿	地质储量为 11.7 亿吨	400	05.8.1 开工，阳泉集团与国电集团合作，33 个月投产
小计		1450	

西山煤电：后备资源储量十分丰富

- 山西焦煤集团：2004年煤炭产量完成5500万吨，销售收入完成183亿元。2005年1—9月份，煤炭产量完成4402.37万吨，全年预计可以完成6000万吨，焦煤生产能力稳居全国第一、世界第二。
- 西山煤电集团公司：现拥有9对矿井，7座选煤厂，原煤设计生产能力2610万吨/年，入洗能力2250万吨/年。西山煤电集团公司2003年原煤产量首次总体达产，完成2708万吨；精煤产量949万吨；完成销售收入49亿元；实现利润1亿元。
- 可利用储量65.2亿吨（不含汾阳矿区临县6亿吨、交城县1.2亿吨、邢家社13亿吨、兴县矿区22亿吨、华晋43亿吨）。

虽然看淡下半年煤炭市场，但看好唯一煤炭装备上市公司：天地科技

- 2005年1~11月份完成投资908亿元，增速高达75.5%，远高于全社会投资平均增速
- 2006年煤炭价格可能出现一定调整，但其盈利水平仍然会使得煤炭行业固定资产投资保持较高的增速
- 国家也鼓励国内煤炭装备行业的发展，税收政策有利于国产设备供应商。



天地科技：SWOT分析

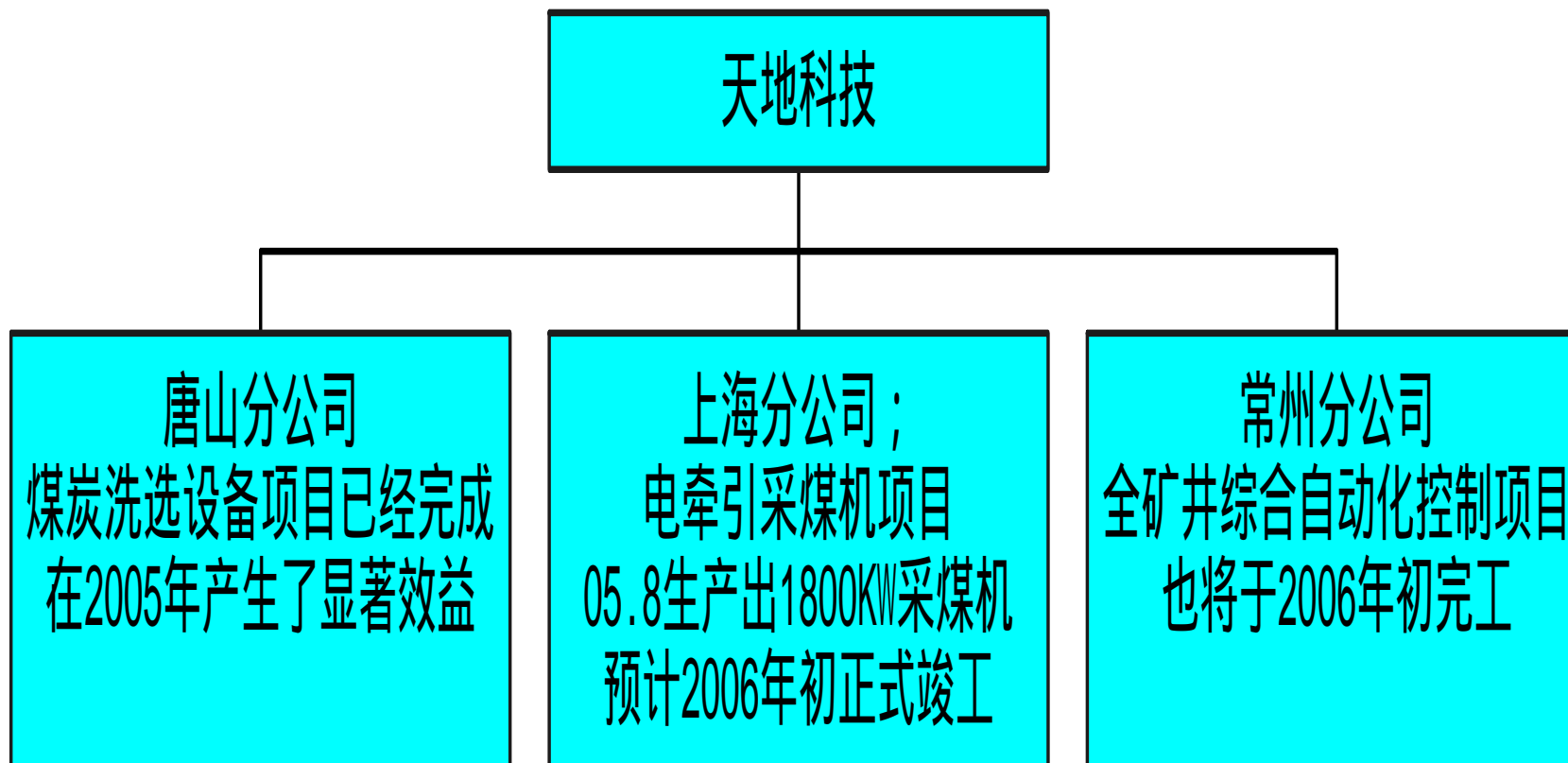
- Strength优势：煤科总院股东背景、技术开发实力强、整体配套能力、价格优势
- Weakness劣势：机械加工能力偏弱
- Opportunities机会：煤炭行业投资快速增长、安全监管力度加强、国家对装备工业的扶持
- Threats威胁：税收优惠到期风险；民营企业竞争加剧风险

天地科技：具有较强的技术和配套能力

- 公司产品线全面，覆盖了主要的煤炭装备领域，包括采煤机、支护系统、自动控制系统、洗选装备，以及煤矿建设和技术服务
- 05年公司主要产品都获技术奖项，如右表

奖项等级	获奖项目
特等	北京中煤矿山工程有限公司：龙固主井（双井筒）近600m 钻井法凿井井壁结构及工艺研究
一等	1、天地科技上海分公司和开采事业部：大倾角煤层综采/综放成套设备关键技术； 2、北京中煤矿山工程有限公司：程村矿井主、副井筒深厚冲积层冻结凿井技术研究
二等	天地科技：松软超高地应力巷道动态叠加支护技术研究
三等	1、天地科技唐山分公司：旋流器高耐磨衬里的研究与开发； 2、天地科技常州自动化分公司：井下动目标跟踪安全监测系统

天地科技：IPO项目注入发展动力



天地科技：IPO项目注入发展动力

承诺项目名称	实际收益 (2003.12)	实际收益 (2004.12)	实际收益 (2005.6)
全矿井综合自动化 控制成套装备	344.74	701	991
新型高效电液控制 液压支架	156.57	371	353
电牵引采煤机		601	400
高效重介质选煤成 套技术与装备	481.48	524	1,295
山西天地王坡煤业 有限公司股权投资		1,806	174
合计	983	4,003	3,212

天地科技：预计各项业务快速增长

收入增长率预测(%)	Y05	Y06	Y07
矿山自动化、机械化装备	30	40	30
煤炭洗选装备	60	40	30
矿井生产技术服务与经营	35	20	20
地下特殊工程施工	15	20	20
毛利率预测	Y05	Y06	Y07
矿山自动化、机械化装备	37%	38%	39%
煤炭洗选装备	18%	19%	20%
矿井生产技术服务与经营	40%	40%	40%
地下特殊工程施工	26%	26%	26%

天地科技：业绩持续增长

	预测和比率			
	2004A	2005E	2006E	2007E
主营收入（万元）	49,393	67,137	90,194	114,974
主营收入增长率	38.53%	35.92%	34.34%	27.47%
EBITDA（万元）	7,459	6,769	9,426	12,600
EBITDA 增长率	56.34%	-9.25%	39.24%	33.68%
净利润（万元）	6,102	7,636	10,160	12,517
净利润增长率	59.93%	25.14%	33.05%	23.20%
ROE	11.40%	12.81%	15.22%	16.86%
EPS（元）	0.391	0.377	0.501	0.617
P/E	18.71	19.44	14.61	11.86
P/B	2.13	2.49	2.22	2.00
EV/EBITDA	12.82	18.89	12.87	9.49

天地科技：目标价位10元

假设	数值
第二阶段(2010-)	8
第二阶段增长率	5.00%
长期增长率	2.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率Rf	5.00%
	1.00%
Rm	11.00%
Ke	11.00%
税率	3.00%
Kd	0.00%
Ve	148,449.60
Vd	0.00
WACC	11.00%

FCFF估值	现金流折现 值(万元)	价值百分比
第一阶段	23,250.27	16.10%
第二阶段	56,186.70	38.90%
第三阶段(终值)	65,000.81	45.00%
企业价值AEV	144,437.77	100.00%
+ 非核心资产价值	34,099.17	23.61%
- 少数股东权益	1,968.12	-1.36%
- 净债务	0.00	0.00%
总股本价值	176,568.82	122.25%
股本(万股)	20,280.00	
每股价值(元)	8.71	



韩 永

hanyong@csc.com.cn

(021) 64450038-718

引领专业投资

研究创造价值